

BOŻENA MIKOŁAJCZYK

Finansowanie mezzanine europejskich MSP

Mezzanine financing of European SMEs

Słowa kluczowe: instrumenty *mezzanine*, pożyczka podporządkowana, aniołowie biznesu, programy pomocowe, MSP

Key words: mezzanine instruments, subordinated loan, business angels, support programmes, SME

Wstęp

Finansowanie typu *mezzanine* to zbiorcze określenie dla hybrydowych form finansowania. Stanowi pomost między dwoma głównymi rodzajami finansowania: kapitałem obcym i własnym – stąd cechy zarówno długu, jak i kapitału własnego. Dzięki swojej konstrukcji jest w stanie sprostać niedoborom finansowym, które nie mogą zostać uzupełnione przez tradycyjne formy finansowania.

Istnieją różne rodzaje finansowania typu *mezzanine*, przy czym każdy z nich ma własną unikalną charakterystykę¹. Najczęściej spotykane formy finansowania typu *mezzanine* to pożyczka podporządkowana (*subordinated loan*), kredyt partycypacyjny (*participation loan*), „cicha” partycypacja („*silent*” *participation*), partycypacja w zyskach i obligacje zamienne na akcje; możliwości konstruowania takich form finansowania są niemal nieograniczone.

Cechą wspólną różnych instrumentów *mezzanine* jest to, że mogą być tworzone elastycznie i przyjmować wiele różnych form, a także można je łączyć na wiele

¹ Szerzej zob.: J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008, s. 46.

sposobów, aby zapewnić optymalne rozwiązania z punktu widzenia konkretnych potrzeb finansowych spółki.

Z badań wynika, że inwestycje typu *mezzanine* generują zyski wyższe od tradycyjnych bankowych stóp procentowych, ale niższe niż wymagane przez większość inwestorów kapitałowych². Poziom kontroli przez emitenta jest silnie uzależniony od rodzaju wybranego instrumentu finansowania typu *mezzanine*. Niektóre instrumenty zawierają umowne prawa do zatwierdzania i kontroli, a nawet sytuują emitenta jako uczestniczącego przedsiębiorcę, podczas gdy w innych typach dostawca kapitału *mezzanine* występuje tylko jako wierzyciel.

Możliwych jest kilka kombinacji wynagrodzenia stałego i zależnego od efektów finansowych spółki dla inwestorów, od wypłaty wysokich odsetek, do wypłaty odsetek połączonej z możliwością zakupu akcji spółki po uprzednio ustalonej (niższej) cenie (jest to tzw. *equity kicker*)³.

W Europie rynek *mezzanine* zaczął rozwijać się pod koniec lat 80. Największymi dostawcami kapitału tego typu są tu wyspecjalizowane fundusze *private equity*. Ponadto kapitału *mezzanine* udzielają także banki inwestycyjne, fundusze emerytalne i hedgingowe.

W niniejszym opracowaniu zostanie scharakteryzowany rynek *mezzanine* w Europie w świetle danych statystycznych, głównie na podstawie wyników badań prezentowanych w Yearbook EVCA i innych raportach przygotowywanych na zlecenie Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego. Te prezentacje wskazują na wagę przywiązywaną do badanego instrumentu finansowego, a także przedsiębiorstw ze wszystkich segmentów, w tym MSP, przez instytucje Unii Europejskiej. Opracowują one politykę, która ma na celu zmniejszanie luki finansowej, a więc unowocześnienie i poprawę infrastruktury finansowej.

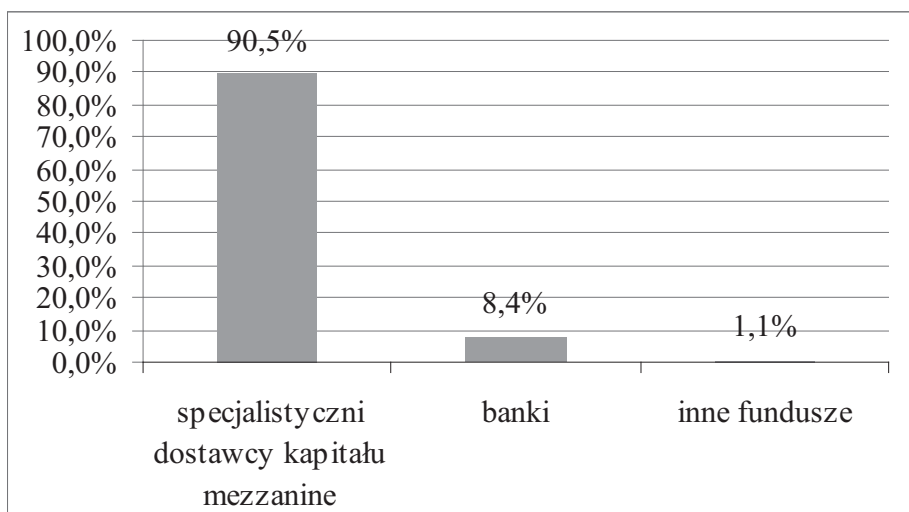
1. Rynek *mezzanine* w Europie

W raporcie *European Acquisition Finance, Debt Report 2010* przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych w formie ankiety *online*, która została wysłana do ponad 35 instytucji finansowych zajmujących się udzielaniem pożyczek w Europie. Jednym z poruszonych zagadnień było finansowanie *mezzanine*, z którego wynika, iż specjalistyczni dostawcy kapitału *mezzanine* w 2011 r. będą jego głównymi dostarczycielami. Na drugim miejscu pod względem aktywności w sektorze finansowania kapitałem *mezzanine* są banki, zaś na ostatnim pozostałe fundusze (por. rysunek 1). Komentarza do tego pytania udzielił Gordon Watters z Ares Capital Europe, który stwierdził, iż z powodu malejącej oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego

² Por. *Mezzanine Finance, Final Report*, European Commission 2007, s. 37

³ Szerzej zob. M. Sulima, *Pozyskiwanie przez spółkę długu podporządkowanego (mezzanine)*, [w:] M. Panfil, *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2008, s. 422.

kapitału banki będą coraz mniej wchodziły w inwestycje *mezzanine*. Niemniej jednak zauważalny wzrost zainteresowania finansowaniem *mezzanine* przez np. fundusze emerytalne spowoduje, iż rynek *mezzanine* w Europie będzie się nadal rozwijał⁴.



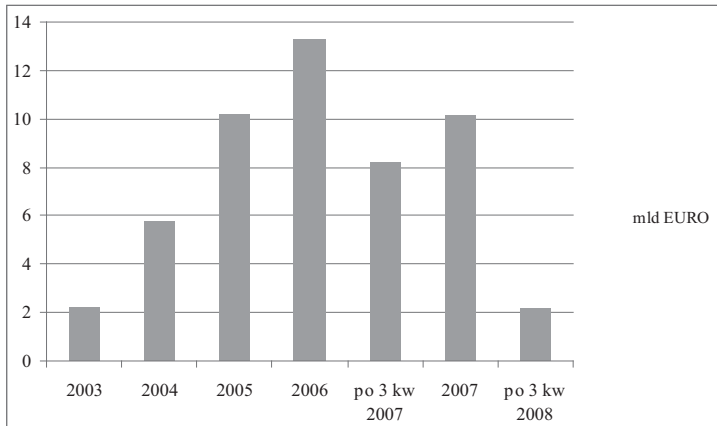
Rysunek 1. Przewidywana aktywność dostawców kapitału *mezzanine* w 2011 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *European Acquisition Finance. Debt Report 2011*, s. 16.

Z badań przeprowadzonych przez Fitch Ratings wynika, iż rynek *mezzanine* w Europie charakteryzował się trendem rosnącym od początku lat 90., szczególnie w latach 2002–2006. W 2006 r. nastąpiło apogeum i wartość transakcji *mezzanine* w tym roku wyniosła 13,3 mld euro. W 2007 r. nastąpił spadek ich wartości, aż o prawie 3 mld euro. Za przyczynę uważa się zbyt liberalne podejście banków do kwestii udzielania kredytów. W 2008 r. nastąpiło dalsze zmniejszenie wartości transakcji *mezzanine*. Spadek ten był znaczny, gdyż wartość transakcji w 2008 r. wyniosła około 2,2 mld euro. Wpływ na tę sytuację miał kryzys finansowy na świecie, który przyczynił się także do kryzysu na rynku kapitałowym⁵. Poniższy rysunek obrazuje rozwój rynku *mezzanine* w Europie w latach 2003–2008.

⁴ *European Acquisition Finance, Debt Report 2011*, s. 16.

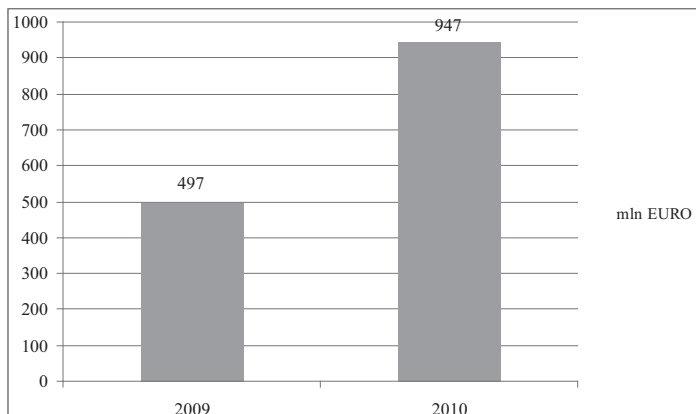
⁵ ABC Mezzanine – portal zajmujący się finansowaniem *mezzanine*, stworzony przez BRE Bank: www.mezzanine.com.pl.



Rysunek 2. Rozwój rynku *mezzanine* w Europie w latach 2003–2008

Źródło: S. Popłoński, *Koncepcja modelu funkcjonowania funduszu mezzanine*, 2009 s. 19.

Każdego roku European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) przygotowuje raport dotyczący działalności funduszy obracających kapitałem *private equity*, które w Europie, jak wiemy, są największymi dostawcami kapitału *mezzanine*. W tym celu EVCA opracowało ankietę, która była przekazana firmom zajmującym się kapitałem *private equity* (w tym także typu *mezzanine*). Wszystkie informacje statystyczne zostały zebrane na podstawie ankiety *online* oraz uzupełnione o informacje znajdujące się na stronach internetowych poszczególnych wyspecjalizowanych funduszy *private equity*. Badanie z roku 2011 było przeprowadzone w 30 krajach europejskich⁶.



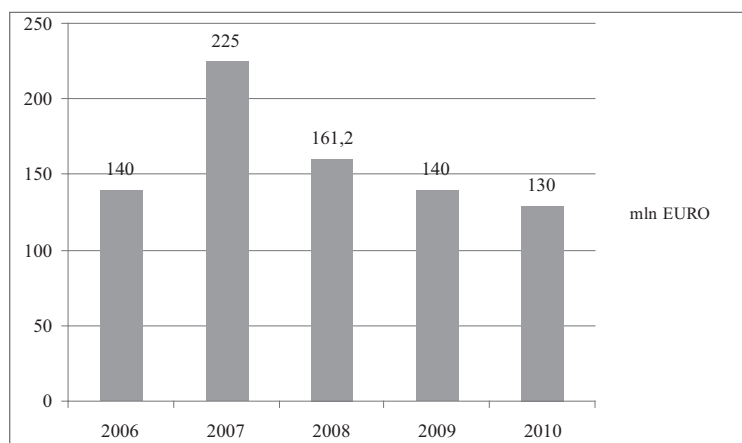
Rysunek 3. Łączna wartość środków zgromadzonych na inwestycje *mezzanine* w Europie w latach 2009–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Yearbook 2011*, EVCA, s. 12.

⁶ *Yearbook 2011: Methodology and Definitions*, EVCA, s. 2.

Jak wynika z powyższego rysunku, łączna wartość środków zgromadzonych na inwestycje *mezzanine* w całej Europie w roku 2010 w porównaniu z rokiem 2009 wzrosła o 89,9%. Z dokładniejszych danych można wywnioskować, że najwięcej środków zgromadziły wyspecjalizowane fundusze *private equity* w Austrii (190 tys. euro), Finlandii (60 tys. euro), Francji (152 tys. euro), Niemczech (301 tys. euro), Szwajcarii (ponad 146 tys. euro), Wielkiej Brytanii (ponad 98 tys. euro). Wzrost wartości zgromadzonych środków na inwestycje *mezzanine* może również świadczyć o ogólnym wzroście zainteresowania inwestorów tą formą finansowania w Europie.

EVCA opracowuje także raporty dotyczące funduszy *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej. Na podstawie raportu EVCA *Central and Eastern Europe Statistics 2010* w krajach tej części Europy wartość środków zgromadzonych na inwestycje *mezzanine* przez fundusze *private equity* w latach 2007–2010 wykazywała tendencję malejącą.



Rysunek 4. Wartość środków zgromadzonych na inwestycje *mezzanine* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2006–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2010* by CEE Task Force EVCA, s. 61; *Central and Eastern Europe Statistics 2009* by CEE Task Force EVCA, s. 5; *Central and Eastern Europe Statistics 2008* by CEE Task Force EVCA, s. 6.

2. Finansowanie *mezzanine* dla MSP w Europie

Poziom rozwoju rynku finansowania typu *mezzanine* jest zróżnicowany w krajach europejskich, zwłaszcza w odniesieniu do MSP. Podczas gdy MSP w niektórych państwach mogą korzystać z szerokiej gamy różnych produktów, inne kraje mają w tej dziedzinie jeszcze wiele do nadrobienia⁷.

⁷ Związek Banków Niemieckich (www.germanbanks.org), we współpracy z Federacją Przemysłu Niemieckiego (BDI), ma kluczowy wkład w podnoszenie świadomości na temat znaczenia kapitału *mezzanine*.

Mimo że aniołowie biznesu są ważnym źródłem finansowania typu *mezzanine* dla MSP, a wiele sieci aniołów biznesu jest aktywnych w Europie, ich potencjał w zakresie możliwości dostarczania kapitału jest zróżnicowany⁸.

Poniżej zaprezentujemy wyniki badań pokazujące absorpcję omawianego instrumentu finansowego przez MSP w podziale na:

- *upper-tier* – najwyższej sytuowane, w ratingu BBB i wyżej,
- *middle-tier* – niżej sytuowane, w ratingu B–BBB,
- *lower-tier* – w ratingu poniżej B.

Tradycyjny rynek finansowania typu *mezzanine* stanowią najwyższej sytuowane MSP. Mają one często zapotrzebowanie na wyższe kwoty (ok. 2 mln euro). Winny mieć doświadczenie w branży, stabilne przepływy pieniężne i legitymować się kreatywnym zespołem zarządzającym. Ze względu na stosunkowo wysokie koszty dostawcy *mezzanine* koncentrują się na rynku najwyższej sytuowanych w ratingu MSP, szukając najwyższego zwrotu z zainwestowanych środków.

W segmencie niżej sytuowanych w ratingu instrument ten jest stosowany jako uzupełnienie już wykorzystywanego finansowania dłużnego lub kapitałowego.

Aby firmy najniżej sytuowane w ratingu mogły korzystać z tego typu finansowania, powinny mieć zapewnione wsparcie finansowe instytucji publicznych lub prywatnych oraz w postaci doradztwa i mentoringu.

Mimo wysiłków podejmowanych przez dostawców finansowania i wsparcia ze strony sektora publicznego rozwój rynku finansowania typu *mezzanine* w Europie – poza komercyjnym rynkiem finansowania najwyższej sytuowanych MSP (*upper-tier*) – ogranicza się głównie do górnego segmentu rynku niżej sytuowanych MSP (*middle-tier*)⁹. Należy podkreślić raz jeszcze, że niżej i najniżej sytuowane MSP stanowią łącznie zdecydowaną większość małych i średnich przedsiębiorstw w Europie. Jak stwierdziła grupa europejskich ekspertów, obecnie występuje wyraźne zapotrzebowanie na większą ilość kapitału obciążonego ryzykiem w przedziale kwotowym do 200 tys. euro.

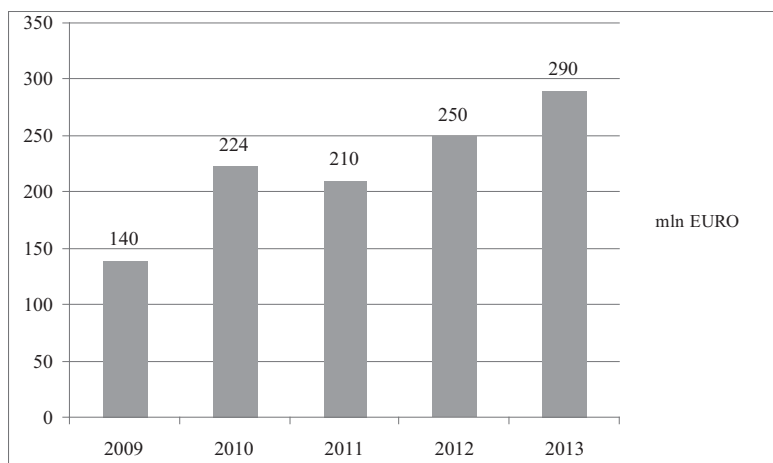
Ze względu na duże ryzyko związane z tą formą finansowania oraz z powodu kryzysu finansowego w 2008 r. działalność dostawców kapitału *mezzanine* została ograniczona. Dlatego w 2009 r. Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), aby wspierać przedsiębiorstwa z sektora MSP, postanowił stworzyć specjalny fundusz *mezzanine* w ramach instrumentu *Mezzanine Facility for Growth* (MFG), który ma za zadanie zmniejszyć powstałą lukę kapitałową.

Fundusz ten posiada środki w wysokości 1 mld euro, przeznaczone w formie kapitału *mezzanine* na inwestycje w rozwijające się i innowacyjne firmy europejskie. Głównym celem MFG jest dostarczenie alternatywnej formy finansowania przedsiębiorstwom, które znajdują się w fazie ekspansji, i firmom technologicznym

⁸ Szerzej: B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu a MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 20.

⁹ W Niemczech MBG, które są organizacjami *non-profit* sektora prywatnego, angażują się w proces zapewnienia finansowania typu *mezzanine* niżej i najniżej sytuowanym MSP.

w późniejszej fazie rozwoju. Warunki tej formy finansowania są dopasowywane indywidualnie do potrzeb przedsiębiorstwa. Okres 2011–2012 jest kluczowy dla wdrożenia tego instrumentu. Oczekuje się, iż środki przeznaczone na *mezzanine* przez EFI w roku 2012 wyniosą 250 mln euro, zaś w 2013 r. 290 mln euro. Oznaczałoby to, że do końca 2012 r. zostanie wykorzystane około 80% środków przewidzianych na ten cel przez EFI¹⁰. Wykres poniżej przedstawia wartość środków przeznaczonych na *mezzanine* w latach 2009–2013.



Rysunek 5. Wartość środków przeznaczonych na finansowanie *mezzanine* przez MFG w latach 2009–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *EIF Annual Report 2010*, s. 12, 22 oraz *EIF Corporate Operational Plan 2011–2013*, s. 18.

Kolejną inicjatywą w ramach Programu Ramowego na rzecz Konkurencyjności i Innowacji – Competitiveness and Innovation Programme – CIP) dla okresu 2007–2013 są gwarancje kapitałowe dla instytucji, które oferują produkty *mezzanine*¹¹. Głównym celem udzielania gwarancji jest zwiększenie możliwości i ułatwienie uzyskania finansowania przez przedsiębiorstwa z sektora MSP. Wartość udzielanych gwarancji kapitałowych wynosi do 50% wartości jednostkowych transakcji. Maksymalna wartość udzielanych gwarancji nie może przekroczyć 500 tys. euro dla jednego przedsiębiorstwa z sektora MSP. Gwarancje te są udzielane na okres 10 lat i nie są obciążone opłatami gwarancyjnymi¹².

Poziom rozwoju alternatywnego źródła finansowania, takich jak finansowanie *mezzanine*, w krajach europejskich jest znacznie zróżnicowany. Przedsiębiorstwa

¹⁰ *Annual Report 2010*, European Investment Fund, s. 20.

¹¹ B. Mikołajczyk, *Mechanizmy gwarancyjne dla kredytów i inwestycji kapitałowych MSP*, [w:] *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, B. Kłosowska (red.), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008, s. 386.

¹² <http://www.eif.org>.

z sektora MSP często mają trudności w pozyskaniu kapitału *mezzanine*, gdyż obecnie tylko niewielka liczba funduszy oraz instytucji finansowych udziela tego typu finansowania o mniejszych wartościach (do 250 tys. euro). Niemniej jednak kilka państw prowadzi specjalne programy, które mają na celu wspieranie działalności małych średnich przedsiębiorstw poprzez finansowanie *mezzanine*. Należą do nich m.in.:

- Niemcy – instytucja: Mittelständische Beteiligungsgesellschaften,
- Austria – instytucja: Austria Wirtschaftsservice,
- Francja – instytucja: OSEO¹³.

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MGB) oferuje głównie ciche partnerstwo dla MSP w Niemczech, które korzystają z gwarancji udzielanych przez German Guarantee Banks.

Finansowanie obejmuje cały wachlarz przedsięwzięć, od uruchomienia działalności, poprzez przeniesienie własności, aż do inwestycji w przedsiębiorstwa innowacyjne. Wielkość inwestycji waha się między 50 tys. euro a 2,5 mln euro, co oznacza, że finansowanie obejmuje niżej i najniżej sytuowane MSP. Ciche partnerstwo jest atrakcyjne dla szybko rozwijających się firm finansowanych przez fundusze *venture capital*, gdyż MBG nie ingeruje w politykę firmy¹⁴.

AWS – Austria Wirtschaftsservice – wśród wielu instrumentów finansowych oferuje gwarancje dla inwestycji *mezzanine*. Pokrywając część ryzyka inwestora, program zawiera zachęty do inwestowania w MSP za pomocą instrumentów kapitałowych lub quasi-kapitałowych. Gwarancja obejmuje 50% kapitału zainwestowanego w MSP. Maksymalna gwarantowana kwota finansowania kapitałem własnym i *mezzanine* wynosi 1 mln euro (dostarczona przez jednego lub więcej inwestorów) na pojedynczą firmę. Program jest w szczególności kierowany do prywatnych inwestorów, którzy inwestują w młode, innowacyjne lub rozszerzające swoją działalność firmy. Z doświadczeń AWS wynika, że około 75% gwarantowanych inwestycji jest dokonywanych za pośrednictwem instrumentów finansowych typu *mezzanine*. Średnia wartość gwarancji kapitałowej udzielanej przez austriacki bank wspierający, AWS, wynosi 90 tys. euro¹⁵.

OSEO oferuje szeroką gamę instrumentów *mezzanine*. Główny produkt – Contrat de Développement Participatif – jest kombinacją pożyczek i gwarancji udzielanych przez OSEO. Pozostałe „tradycyjne” gwarancje oferowane przez OSEO (dla przedsiębiorstw znajdujących się w fazie *start-up*, rozwoju bądź prowadzących działalność innowacyjną) mogą również stanowić zabezpieczenie dla inwestycji *mezzanine* udzielanych przez banki. Contrat de Développement Participatif jest dostępny dla MSP oraz większych firm¹⁶.

Produkt jest wdrażany we współpracy z bankami komercyjnymi. Istnieją dwa warianty, przy czym w obu jako elementy wspierające stosuje się kombinację po-

¹³ <http://www.europarl.europa.eu>.

¹⁴ <http://www.bvk-ev.de/privateequity.php/>.

¹⁵ *Mezzanine Finance*, Final Report, European Commission 2007, s. 53.

¹⁶ *Reinforcing SME own funds: Mezzanine Finance and guarantee solutions*, AECM, May 2010, s. 7.

życzki podporządkowanej i gwarancji. W pierwszym przypadku OSEO/BDPME, bank wspierający MSP, działający w ramach OSEO, współfinansuje do 50% kosztów projektu w formie pożyczki podporządkowanej, w zależności od wielkości wartości niematerialnych stanowiących część kosztów projektu. Zarówno bank komercyjny, jak i OSEO/BDPME korzystają następnie z gwarancji OSEO/Sofaris, funduszu gwarancyjnego istniejącego w ramach OSEO, który pokrywa maksymalnie do 60% ryzyka. W drugim wariantcie projekt jest w całości finansowany przez OSEO/BDPME. Z kolei ryzyko dzielą OSEO/BDPME, Sofaris oraz bank komercyjny. OSEO/Sofaris gwarantuje do 60% kosztów projektu, pozostałe 40% ryzyka jest dzielone równomiernie pomiędzy OSEO/BDPME i bank komercyjny. Dlatego dzięki środkom publicznym dostarczanym w postaci gwarancji oraz pożyczce podporządkowanej w wysokości do 80% kosztów projektu silnie działa mechanizm dźwigni finansowej, wspierany środkami publicznymi¹⁷.

Kapitał *mezzanine* w Polsce jest przekazywany MSP również przez Caresbac Polska SA, który został stworzony przez SEAF (Small Enterprise Assistance Funds) w 1992 r. w celu wspierania działalności małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Fundusz ten inwestuje w przedsiębiorstwa działające w różnych sektorach gospodarki, ze szczególnym uwzględnieniem firm, które charakteryzują się wysokim potencjałem wzrostu oraz których działalność jest ukierunkowana na eksport. Fundusz ten inwestuje w przedsiębiorstwa małe i średnie, których roczny przychód wynosi między 150 tys. dolarów a 1 mln dolarów i które zatrudniają od 15 do 100 pracowników¹⁸.

Z powyższego wynika, że produkty *mezzanine* dostarczone przez europejskie instytucje mogą mieć różną postać: począwszy od gwarancji udzielanych dla inwestycji *mezzanine*, po oferowanie kapitału *mezzanine* razem z gwarancjami¹⁹. Oprócz wymienionych instytucji z Europy Zachodniej warte uwagi są również dwie w Europie Środkowo-Wschodniej: The Credit and Export Guarantee Fund (Estonia) oraz The Czech-Moravian Guarantee and Development Bank (Czechy). Obie te instytucje oferują małym i średnim przedsiębiorstwom wyłącznie kapitał *mezzanine* bez gwarancji.

Zakończenie

Z przeprowadzonych rozważań wynikają następujące wnioski:

- Poziom rozwoju rynku finansowania typu *mezzanine* jest zróżnicowany w krajach europejskich, przy czym o wiele niższy poziom charakteryzuje Europę Środkowo-Wschodnią.

¹⁷ *Mezzanine Finance...*, s. 52.

¹⁸ www.ppea.org.pl.

¹⁹ Szerzej zob. B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 110.

- Mimo wysiłków podejmowanych przez dostawców finansowania i wsparcia ze strony sektora publicznego rozwój rynku finansowania typu *mezzanine* w Europie ogranicza się głównie do najwyższej sytuowanych MSP (*upper-tier*) i górnego segmentu rynku niżej sytuowanych MSP (*middle-tier*),
- Najniżej usytuowane (*lower-tier*) nie spełniają wymagań komercyjnego rynku *mezzanine*, jeżeli chodzi o historię firmy, przychody i sprawozdawczość. Umożliwienie tej grupie dostępu do finansowania hybrydowego często wiąże się z koniecznością wsparcia publicznego.
- Poziom zrozumienia istoty finansowania typu *mezzanine* przez MSP jest ograniczony. Często nie są świadome wymogów i możliwości, jakie ono stwarza dla dalszego rozwoju. Finansowanie tego typu jest często trudne do uzyskania przez MSP w fazie rozruchu, gdyż wymaga zewnętrznego kapitału do sfinansowania ich działań przygotowawczych, uruchomienia i działań marketingowych. Jednym ze sposobów, aby zachęcić prywatnych inwestorów do poszerzenia skali finansowania *mezzanine* (lub kapitałowego) dla MSP, może być redukcja ryzyka inwestora poprzez rozwój nowych produktów gwarancyjnych.

Wiele krajów stworzyło programy wspierające finansowanie typu *mezzanine*. Poznanie tych rozwiązań winno umożliwić wzajemną wymianę doświadczeń, a korzystanie z najlepszych praktyk pozwoli szczególnie krajom z Europy Środkowo-Wschodniej bardziej rozwinąć innowacyjne narzędzie finansowania, jakim jest *mezzanine*.

Bibliografia

1. *Annual Report 2010*, European Investment Fund.
2. *Central and Eastern Europe Statistics 2008 by CEE Task Force EVCA*.
3. *Central and Eastern Europe Statistics 2009 by CEE Task Force EVCA*.
4. *Central and Eastern Europe Statistics 2010 by CEE Task Force EVCA*.
5. *EIF Annual Report 2010*.
6. *EIF Corporate Operational Plan 2011–2013*.
7. *European Acquisition Finance. Debt Report 2011*.
8. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008.
9. *Mezzanine Finance, Final Report*, European Commission 2007.
10. Mikołajczyk B., *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
11. Mikołajczyk B., *Mechanizmy gwarancyjne dla kredytów i inwestycji kapitałowych MSP*, [w:] B. Kłosowska (red.), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
12. Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniolowie biznesu a MSP*, Difin, Warszawa 2007.
13. Popłoński S., *Koncepcja modelu funkcjonowania funduszu mezzanine*, projekt współfinansowany przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, 2009.
14. *Reinforcing SME own funds: Mezzanine Finance and guarantee solutions*, AECM, May 2010.
15. Sulima M., *Pozyskiwanie przez spółkę długu podporządkowanego (mezzanine)*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2008.
16. www.bvk-ev.de/privateequity.php.
17. www.eif.org.

18. www.europarl.europa.eu.
19. www.mezzanine.com.pl.
20. www.ppea.org.pl.
21. *Yearbook 2011: Methodology and Definitions*, EVCA.

Mezzanine financing of European SMEs

The paper presents the mezzanine market in Europe, including the countries of Central and Eastern Europe. The institutions and programs supporting mezzanine financing of SMEs as well as mezzanine financing problems were also presented.